

資産配分ナビゲーター

2017年4-6月期

「トランプレーション」は失速しつつあるかもしれませんが、グローバルな経済回復、特に企業業績は市場予想を引き続き上回っています。

フランスの大統領選挙が終わり、欧州中央銀行（ECB）が経済成長及びインフレを押し上げる決意を示す中、欧州資産がアウトパフォームする状況は整ったと考えています。トランプ米大統領が保護貿易主義に急速に傾倒していく懸念は今のところ具現化しておらず、エマージング市場の経済及び企業のファンダメンタルズは改善しています。ブルーベイのアセット・アロケーション型の戦略においては、先進国のハイ・イールド債の投資を減らし、エマージング債への投資を増やしました。クレジット債及びエマージング資産にとって友好的な環境が続くかどうかの鍵となるリスクは、中国と原油価格の動向であると考えています。



デビット・ライリー
パートナー兼クレジット戦略ヘッド

リフレーション・バケーション

米大統領選挙後に押し上げられた消費や企業の景況感ですが、「ハード」な経済指標がそれに見合った水準になっていないことから、「トランプレーション」に対して投資家の見方は懐疑的になってきています。しかし、米国経済は完全雇用に近い状況にあり、米連邦準備制度理事会（FRB）は、6月を含めて今年中に少なくともあと二回の利上げを実施すると見えています。

対照的に、欧州の経済指標にはポジティブ・サプライズがみられ、懸念材料となっていたフランス大統領選挙も無事に終わりました。ECBのドラギ総裁は、年末までは非常に緩和的な金融政策を維持することを最近再び確認しました。

1-3月期に国際貿易と製造業は急速に回復し、エマージング市場はグローバルな景気回復による恩恵を受けています。経済成長及び企業のファンダメンタルズの改善により、エマージング市場はFRBの利上げによる金利上昇からのマイナスの影響を十分に吸収できる余力を持っていると思われます。

米国の財政刺激策の見通しについては、市場は悲観的な見方をしすぎていると考えていますが、減税案が議会を通過するといった明らかな進展がみられるまでは、グローバルなマクロ動向の鍵となる米ドルは、レンジ内での動きに留まると考えています。

米ドルよりも動きが大きくなっており、グローバルなマクロ動向で鍵となる価格は原油で、年初来のピーク時から15%以上下落しました。これは、予想よりも急激に減速している中国経済といったグローバル需要の減少を示しているというよりも、供給の増加を反映した動きであると考えています。

中国を含めた主要経済国は、ポジティブな経済成長モメンタムの中で4-6月期を迎えました。さらにインフレ圧力は抑制されていることから、中央銀行は政策が「後手に回っている」との投資家の懸念を招くことなく、超緩和的な金融政策のスタンスを維持することが出来ています。

各資産クラスの機動的見通し (3-6 月)¹

グローバル資産

	-	中立	+
株式		■ ←	
クレジット			■
エマージング債			■ →
米金利	→	■	
欧州金利		→	■
キャッシュ	■		

クレジット債

	-	中立	+
米国 IG		■ ←	
欧州 IG			■ →
欧州 HY			■
米国 HY		■	←
ローン		■ ←	
転換社債			■

エマージング債

	-	中立	+
外貨建国内債		■ →	
社債			■ →
現地通貨建債			■ →

グローバル資産

低金利、低ボラティリティ、緩やかな経済成長という環境は、通常経済成長への感応度が高い株式よりもクレジット債にとってポジティブに働きます。「安全資産」と言われる国債の利回りは年初来ほぼ横ばいで、市場のボラティリティは歴史的にみて非常に低い水準にあります。

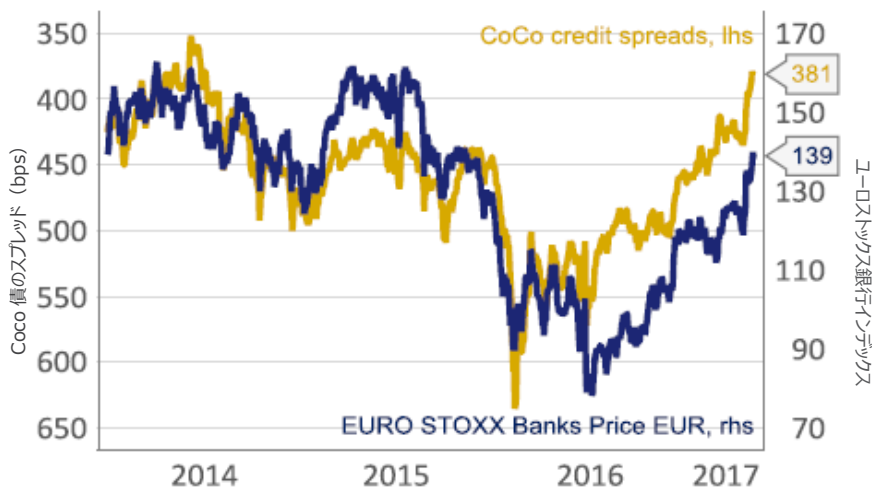
足元の落ち着いた投資環境は、中央銀行が緩和バイアスの姿勢を維持していることがアンカーとなっています。しかし、米国金利についてはショート・バイアスを維持する方針です。FRBの今後一年から一年半の利上げについて、市場は過小評価をしていると考えているためです。

現在のキャリー友好的なマクロ及び市場環境は、機動的なポジションの変更として、先進国市場から高利回りのエマージング債へシフトする投資機会を提供していると考えています。フランス大統領選挙を巡るリスクは過ぎ去り、経済指標及び企業業績は市場の予想を上回る中、欧州資産がアウトパフォームする環境が整ってきているとみています。

クレジット債

中長期の国債の利回りが、低金利でレンジ内の動きの中で推移し、ボラティリティ及びデフォルト率が低いという現在の環境において、クレジット債はインカムを得るための魅力的な収益源になると考えています。政治リスクは後退し、経済成長及び企業業績は予想を上回り、ECBは金融引き締めを行いたいという意向を示していないことから、この一年間、米国のクレジット債に劣後してきた欧州のクレジット債は、今後米国のパフォーマンスに追いついてくる可能性があると考えています。欧州では、スプレッドがワイドなものほど買われる「クレジットの圧縮」が進むとみており、事業ハイブリッド債や格付けの低い銘柄が堅調に推移するとみています。欧州銀行の偶発転換社債(いわゆる「Coco債」)は、ファンダメンタルズの改善がみられ、価格評価は魅力的な水準にあることから、アセット・アロケーション型の戦略の中で、引き続き選好を続けている資産クラスになります。

図 1 : 欧州銀行の株価と Coco 債のスプレッド



出所 : Euro Stoxx banks (SX7E); BoML Contingent Convertible bond index (COCO); 2017年5月5日

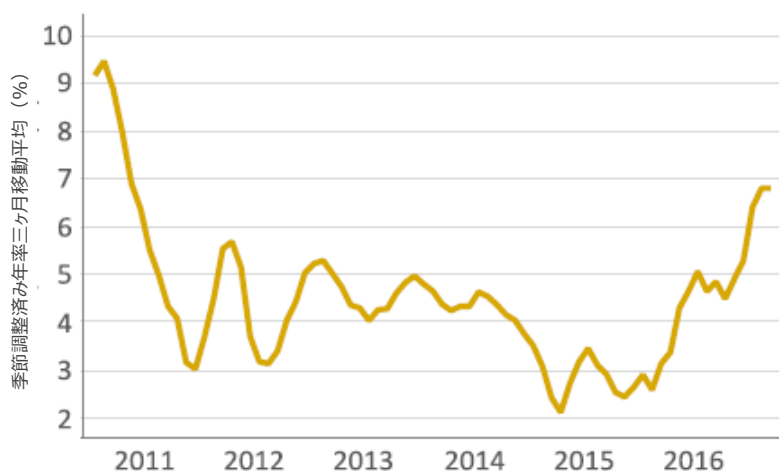
銀行融資の増加と資金調達コストの低さから、CLO を運用するマネジャーからの需要が高まっており、発行体は高いレバレッジと緩いコベナントを活用しています。さらに、ローン価格は額面に近づいていることから、キャピタル部分のさらなる上昇は見込みにくくなっています。

ローンは、比較的魅力的なリスク調整後リターンを提供する資産クラスですが、足元ではローンよりもハイ・イールド債を選好しています。一方で、クレジット債の спреッド は縮小し、株価は上昇が見込まれるなかで、転換社債の良好なパフォーマンスは続くとみえています。

エマージング債

アセット・アロケーション型の戦略において、エマージング債への投資を増やしました。中国の経済活動及びグローバル貿易の回復、ブラジルやロシアなどの主要国での信用状況が改善していることは、エマージング諸国の広範な経済成長の下支えになると考えています。以前、先進国とエマージング市場の経済成長に差が広がった際には、エマージング資産が先進国資産をアウトパフォームしたことが関係していました。

図 2 : エマージング市場の経済成長の上昇



出所 : IMF EM growth tracker; 2017年3月

経済成長の回復と信用見通しの改善により、エマージング市場には資金流入がみられています。そのひとつの理由として、トランプ政権がアグレッシブな保護主義の行動及び言動を取るという懸念が今のところはみられていないことがあります。また、エマージング資産には多くの魅力的なバリュー投資の機会があり、特に現地通貨建て債、ハイ・イールド及びディストレスト社債に投資妙味があると考えています。

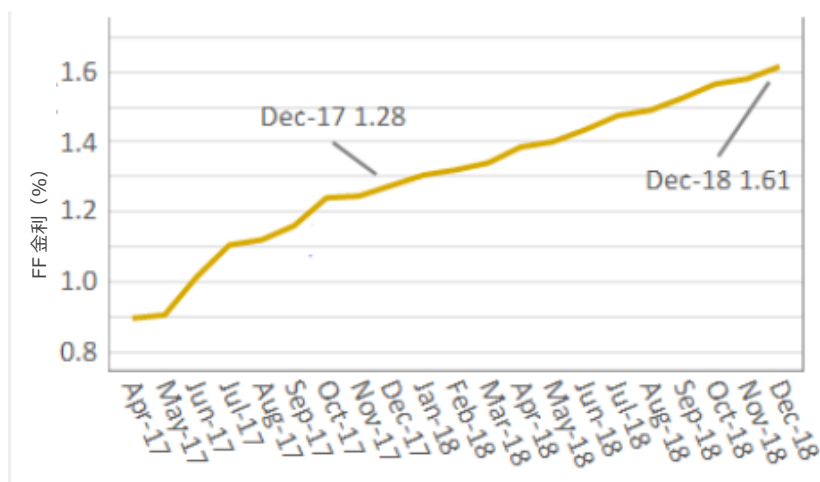
金利

今のところ、米国の「ハード」な経済指標は、米大統領選挙後に押し上げられた企業及び投資家の信頼感の水準にまで到達していません。FRB が 3 月に利上げを実施し、6 月利上げの可能性も高まっているにもかかわらず、市場は 2018 年末の FF 金利を 1.5 から 1.75%と想定しており、これは 2018 年末までに 2 回もしくは最大でも 3 回の利上げしか織り込んでいない水準です。

失業率はほぼ 10 年間で最も低い水準となっているため、弱含んだ 1-3 月期の GDP は 4-6 月期に回復するとみえています。2018 年末までに FRB は金利を 2%を超える水

準にまで引き上げたいという意向を示しており、ここから大きく乖離した道筋を辿ることによる弊害は大きいと考えています。そのため、米国短期金利についてはショート・バイアスを維持しますが、ドイツ国債及び日本国債の金利が非常に低い水準にある中で、短期的に米国債金利が大幅に上昇する可能性は抑制されているとみています。

図 3 : 2018 年末までに 3 回の利上げを市場は予想



出所 : Macrobond、ブルーベいの計算; 2017 年 5 月 8 日

ECB は、6 月会合においてフォワード・ガイダンスにおける「緩和バイアス」を弱める可能性があります。600 億ユーロの債券の買入れとマイナスの預金金利という現行の政策からの大きな転換を、少なくとも 9 月の会合までは示唆するとは考えていません。経済成長が改善するなかでも、ドイツ国債の不足とマイナス金利によって、ドイツ国債金利の上昇は抑制されるとみており、ドイツ国債金利に対しては概ねニュートラルな見通しを維持しています。

注記:

- 1 「各資産クラスの戦術的見通し」は、ブルーベいの資産配分委員会（AAC）のやや短期的な目線での戦術的資産配分見通しをまとめたものです。ボックスの色づけ部分は、各資産クラスおよびサブ資産クラスの相対的なウェイトを示しています（あくまでもイメージ図であり、特定の戦略の配分を示すものではありません）。矢印は前回の資産配分ナビゲーターからの戦略的資産配分の変化を示しています。

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーシング債戦略：年率 0.95%（税抜き）、エマーシング社債アルファ戦略：年率 2.00%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/ハイ・イールド債戦略：年率 0.85%（税抜き）、ローン戦略：年率 1.1%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.40%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率1.0%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.85%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.2%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/ダイバーシファイド・クレジット戦略：年率 0.90%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。